

웅진코웨이 (021240/BUY★☆☆)

SELL **HOLD** **BUY**
★☆☆

6개월 목표주가 **42,000원**
Up/downside **19%**
현재주가 **35,300원**



Analyst
구창근
cg.koo@samsung.com
02 2020 7758

신정현
junghyun81.shin@samsung.com
02 2020 7753

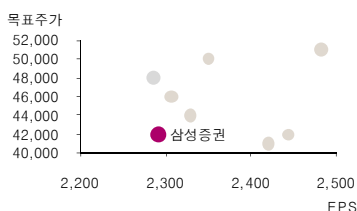
■ AT A GLANCE

Business Summary 국내 1위의 정수기, 비데, 공기청정기 렌탈업체

산업	유통		
시가총액	2.7조원		
Shares outstanding (float)	77,124,796주 (63%)		
52주 최저/최고	26,350원/40,550원		
Bloomberg	002124 KS		
60일-평균거래량	261,509		
주요주주	웅진홀딩스 (31.6%)		
Performance	1M	6M	12M
절대주가	+3%	-8%	+19%
상대주가	-1%	-13%	-14%



■ CONSENSUS (삼성증권 vs 마켓)



■ FLASH NOTE

건조한 1분기 실적 예상

사상 최대 분기 영업이익 시현 전망

- 1분기 매출액과 영업이익은 전년동기대비 각각 8%, 21% 증가한 3,697억원, 589억원 예상. 영업이익률은 전년동기대비 1.7%pts 개선된 15.9%로 사상 최고 수준으로 예상. 이는 1) 전년 동기 페이프리로 인한 큰 폭의 신규 렌탈 계정 증가에 따른 본격적 마진 개선 시작, 2) 해약률 안정화 (1월 1.01%, 2월 1%), 3) 일시불 판매호조 및 4) 작년 말 구조조정으로 인한 인건비 축소의 효과.

중국 화장품도 건조

- 춘절연휴로 인한 계절적 비수기임에도 1분기에도 중국 화장품 매출은 4분기와 비슷한 3,900만 위안 (64억원)으로, 전년동기대비 40% 고성장을 것으로 추정. 방 송광고 확대 및 시판 확장 등으로 인한 마케팅비용 증가로 영업이익률은 전년동기 40%보다 낮은 34% 예상. 신규 성 진출, 대리상과 점포수 확장 및 시판 판매로 향후 3년간 연평균 매출 30%의 고성장을 지속할 전망.

하반기 국내 화장품 사업 진출 - 해외유명브랜드 유통 가능성

- 국내 화장품 진출은 그 전략 면에서 투자비 부담에 따른 위험보다 기회가 커 보임. 생산시설도 외주 및 임대를 고려 중이고, 자체 브랜드의 소프트랜딩을 위해 기존 백화점에 입점한 해외 유명 브랜드를 방문판매 조직을 통해 유통하는 제휴를 모색 중. 해외 브랜드 사업자는 비용부담 없이 판매채널을 확장할 수 있고, 웅진코웨이는 저비용으로 초기 사업 인지도를 높일 수 있다는 점에서 Win-win 전략으로 성사가가능성이 높아 보임. 현실화 시 화장품 방문 조직의 정상화 기간을 줄일 수 있는 매우 긍정적 이벤트.

BUY★☆☆의견과 42,000원 목표주가 유지

- 현 주가는 12개월 forward P/E 15배로 향후 연평균 15% 내외의 안정적 이익 성장을 지속할 것을 고려하면 매력적 밸류에이션. 특히 페이프리로 인한 해약률의 안정화는 지속가능한 요인으로 보이며, 신규 진출하는 국내 화장품 사업도 위험보다는 기회 요인.

■ PERFORMANCE

12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
EPS (원)*	2,023	2,269	2,611
BPS (원)	6,996	8,476	10,180
ROE (%)	24.0	24.0	24.1
Asset turnover (배)	1.2	1.2	1.2
영업이익률 (%)	14.5	14.5	14.8
순이익/영업이익 (%)	75.0	78.4	80.8
Financial leverage (배)	1.8	1.8	1.7

참고: * 완전 회석화됨
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

■ RATIOS

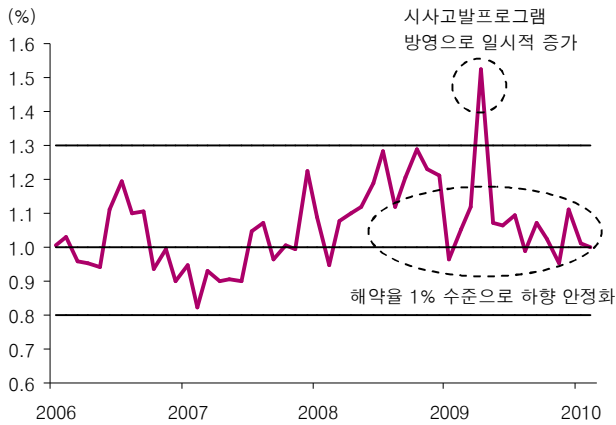
12월 31일 기준	2009	2010E	2011E
매출액 성장률 (%)	7.4	8.9	9.3
EPS 성장률 (%)	16.7	12.1	15.1
P/E (배)	19.0	15.6	13.5
P/B (배)	5.5	4.2	3.5
EV/EBITDA (배)	9.0	7.7	6.9
배당수익률 (보통주, %)	2.9	3.2	3.7
Net debt to equity (%)	30.3	22.6	16.3

표 1. 분기별 실적전망

(십억원)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10E	2Q10E	3Q10E	4Q10E
매출액	341	344	355	371	370	381	384	404
매출총이익	229	232	242	249	250	255	261	266
영업이익	49	49	50	57	59	57	53	54
세전이익	49	51	50	54	61	59	55	56
순이익	37	39	37	41	47	45	41	42
마진 (%)								
매출총이익	67.1	67.3	68.1	67.0	67.5	67.0	67.9	65.9
영업이익	14.3	14.1	14.0	15.4	15.9	15.0	13.8	13.4
세전이익	14.2	14.9	14.0	14.5	16.4	15.5	14.3	13.9
순이익	10.9	11.3	10.4	11.0	12.8	11.9	10.7	10.3
증가율 (전년대비, %)								
매출액	8.3	4.5	7.7	9.2	8.3	10.6	8.0	8.9
매출총이익	4.2	1.5	6.0	7.9	8.8	10.1	7.7	7.0
영업이익	9.3	1.4	0.7	18.5	20.8	17.6	6.5	(5.1)
세전이익	31.7	16.2	2.1	(2.3)	25.0	15.2	10.2	4.5
순이익	36.6	29.0	8.3	8.3	27.6	16.4	10.5	1.9

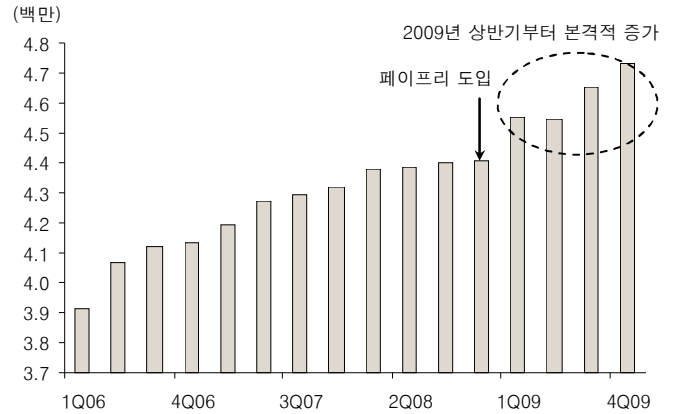
자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

그림 1. 해약률



자료: 웅진코웨이

그림 2. 분기별 총렌탈계정수



자료: 웅진코웨이

손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
매출액	1,314	1,412	1,538	1,682	1,841
매출원가	407	460	507	576	652
매출총이익	907	952	1,032	1,106	1,189
판매관리비	717	747	808	856	911
인건비	155	195	206	206	212
광고선전비	38	40	45	49	53
판매수수료	258	229	283	311	336
감가상각비	28	33	30	31	33
기타	238	250	245	259	277
영업이익	190	204	223	249	277
영업외수익	21	27	30	37	47
이자수익	3	3	2	2	2
지분법평가이익	4	18	28	35	44
기타	14	6	0	0	0
영업외비용	27	29	23	21	17
이자비용	11	13	17	17	15
지분법평가손실	6	4	4	2	0
기타	10	12	2	2	2
세전이익	185	203	231	266	307
(계속사업이익)법인세비용	56	49	56	64	74
순이익	129	153	175	201	233
EBITDA	331	352	378	416	457
EPS (원)*	1,734	2,023	2,269	2,611	3,022

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
영업활동에서의 현금흐름	305	312	338	370	406
순이익	129	153	175	201	233
유/무형자산 상각비	141	148	154	166	180
퇴직급여	12	19	16	16	16
지분법평가손실 (이익)	1	(14)	(24)	(33)	(44)
순운전자본감소 (증가)	(36)	(49)	(41)	(40)	(42)
기타	57	54	58	60	63
투자활동에서의 현금흐름	(255)	(276)	(229)	(251)	(270)
설비투자	(151)	(216)	(226)	(231)	(248)
Free cash flow	153	96	111	138	158
투자자산의 (증가)감소	(82)	3	5	(0)	0
기타	(324)	(63)	(8)	(20)	(22)
재무활동에서의 현금흐름	(2)	(52)	(126)	(114)	(131)
단기차입금의 증가 (감소)	16	(19)	12	4	4
장기차입금 증가 (감소)	60	0	30	(30)	(30)
사채증가 (감소)	0	0	(90)	0	0
유동성장기부채의 증가 (감소)	(20)	70	30	30	30
배당금	(58)	(65)	(77)	(86)	(101)
자본금 증가 (감소)	0	0	0	0	0
기타	0	(39)	(31)	(32)	(34)
현금증감	48	(17)	(18)	4	5
기초현금	29	76	64	46	50
기말현금	76	64	46	50	55

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석화됨
 자료: 웅진코웨이, 삼성증권 추정

대차대조표

12월 31일 기준 (십억원)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
유동자산	476	509	530	585	644
현금 및 현금성자산	76	64	46	50	55
단기예금	0	0	0	0	0
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	150	195	220	240	263
채고자산	58	55	62	73	84
기타	192	197	202	221	242
비유동자산	596	761	815	875	950
투자자산	114	131	150	183	227
유형자산	356	418	468	510	556
무형자산	65	141	125	109	93
기타	60	71	72	73	73
자산총계	1,071	1,271	1,345	1,460	1,593
유동부채	399	542	483	509	535
매입채무	34	29	32	35	38
단기차입금	108	120	132	136	140
유동성장기부채	0	120	30	30	30
기타	257	273	290	308	327
비유동부채	76	48	83	57	32
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	30	60	30	0
기타	16	18	23	27	32
부채총계	475	590	566	566	567
자본금	39	41	41	41	41
자본잉여금	109	142	142	142	142
이익잉여금	441	530	628	743	875
자본조정	6	(32)	(32)	(32)	(32)
자본총계	597	681	779	894	1,026

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2008	2009	2010E	2011E	2012E
증감률 (%)					
매출액	8.4	7.4	8.9	9.3	9.5
영업이익	17.9	7.4	9.3	11.6	11.2
세전계속사업이익	18.7	9.7	13.9	15.1	15.8
순이익	11.0	18.8	14.2	15.1	15.8
EBITDA	9.4	6.3	7.2	10.1	9.9
EPS*	11.0	16.7	12.1	15.1	15.8
수익률 (%)					
영업이익률	14.5	14.5	14.5	14.8	15.1
세전계속사업이익률	14.1	14.4	15.0	15.8	16.7
순이익률	9.8	10.9	11.4	12.0	12.7
EBITDA 마진율	25.2	25.0	24.6	24.7	24.8
ROE	22.9	24.0	24.0	24.1	24.3
ROA	12.9	13.1	13.4	14.4	15.3
기타비율					
순부채비율 (%)	15.4	30.3	22.6	16.3	11.2
부채비율 (%)	79.6	86.7	72.7	63.3	55.3
이자보상비율 (배)	16.8	16.3	13.0	14.9	19.0
매출채권회전을 (배)	37.2	44.5	49.2	49.9	49.9
주당지표 (원)					
SPS	17,659	18,639	19,945	21,809	23,872
BPS	7,144	6,996	8,476	10,180	12,099
DPS	870	1,010	1,130	1,310	1,510
주당EBITDA	4,451	4,651	4,898	5,390	5,925

■ Compliance Notice

- 위 조사분석자료의 영문본은 4월 7일 기발간되었습니다.
- 당사는 4월 7일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 4월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 7일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 2년간 목표주가 변경 추이



■ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자 2010/3/22
 투자의견 BUY★☆☆
 TP (원) 42,000

• 투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분함.

기업

- BUY★★★ (매수★★★) 향후 6개월간 예상 절대수익률 30% 이상 또는 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- BUY★★☆ (매수★★☆) 향후 6개월간 예상 절대수익률 20~30% 또는 업종 내 상대매력도가 평균 수준
- BUY★☆☆ (매수★☆☆) 향후 6개월간 예상 절대수익률 10~20% 또는 업종 내 상대매력도가 평균 대비 낮은 수준
- HOLD(중립) 향후 6개월간 예상 절대수익률 -10~10%
- SELL(매도) 향후 6개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

※ 2010년 3월 11일부터 당사 투자등급이 3단계(BUY, HOLD, SELL)에서 투자등급 5단계로 변경되었습니다.

산업

- OVERWEIGHT(비중확대) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 -5% 이상 하회 예상